

金钟股份 (301133. SZ)

2023年上半年归母净利润同比增长 54%，低风阻轮毂盖毛利率转负为正

买入

核心观点

2023年上半年归母净利润同比增长 54%。2023年上半年，金钟股份实现营业收入 4.06 亿元，同比+25%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比+54%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 2.09 亿元，同比+26%，环比+6%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比+124%，环比+28%。公司低风阻轮毂盖毛利率随量产转负为正，23Q1 剔除运费影响毛利率为 19.59%，开始贡献利润。

轮毂盖全球份额 14%，行业持续增长：公司核心业务为低风阻轮毂盖、传统中心盖、常规大尺寸轮毂盖及轮毂零件（配传统中心盖和常规大尺寸轮毂盖）。22 年公司轮毂盖销量 4696 万件，按每辆汽车配 4 个算，全球市占率约 14%。行业具备显著成长性：1) 低风阻轮毂盖增加新能源车近 5%续航里程，渗透率持续提升；2) 轮毂零件提供个性化装饰/降低风阻，配置率持续提升。

低风阻轮毂盖随新能源车起量。低风阻轮毂盖供新能源车，增大覆盖面积减少风阻，提升近 5%续航里程。Model 3、唐 EV 等陆续配置产品，预计该产品在新能源车渗透率有望从 22 年 11% 提升到 25 年 43%，25 年市场规模 11 亿元；假设远期新能源车销量空间 2000 万辆，产品市场规模 28 亿元。公司产品配套海外知名新能源车企及上汽乘用车等客户，20-22 年销售 13/51/184 万套，实现收入 286/2031/8715 万元，22 年市占率 66%。

轮毂零件产品随个性化需求提升销量。轮毂零件单个轮子 5-7 个，供燃油车（个性化装饰）和新能源车（降低风阻），市场规模有望从 22 年 9 亿元提升至 25 年 20 亿元。公司零件 22 年平均单价约 10 元。近几年配套比亚迪、极氪等快速放量，20-22 年销售 150/557/1275 万件，按单个轮子配 6 个测算，产品配套传统中心盖或常规大尺寸轮毂盖比例 1%/2%/5%，提升空间广阔。

产能利用率维持高位，新建产能逐步释放。公司在国内已建成广州花都、清远两个工厂。2020-2022 年订单饱和，以注塑机衡量的产能利用率为 90%/99%/100%。23 年公司拟发布公开可转债募资 3.5 亿元用于汽车轻量化工程塑料零件扩产等，新增轮毂零件 8100 万件、低风阻轮毂盖 480 万件、轮毂中心盖 3000 万件年产能，新工厂建设期 2 年，第 2-4 年释放 30%/90%/100%。

风险提示：客户拓展不如预期、产能扩建速度不如预期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。公司低风阻轮毂盖随新能源渗透率及产能提升起量；DAG 增强海外获客能力；持续降本增效盈利能力边际改善，看好公司客户拓展及产品结构改变的利润向上，预计 23-25 年净利润 0.94/1.35/1.83 亿元，给予 2024 年 25-30 倍 PE，对应估值区间 32-38 元。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	549	729	955	1,324	1,740
(+/-%)	38.6%	32.7%	31.0%	38.6%	31.5%
净利润(百万元)	42	52	94	135	183
(+/-%)	-14.6%	25.8%	79.1%	44.5%	35.1%
每股收益(元)	0.39	0.49	0.88	1.28	1.73
EBIT Margin	9.3%	6.0%	10.3%	11.0%	11.5%
净资产收益率(ROE)	5.2%	6.3%	10.3%	13.4%	16.0%
市盈率(PE)	65.2	51.8	28.9	20.0	14.8
EV/EBITDA	42.3	44.1	24.3	18.1	14.1
市净率(PB)	3.41	3.24	2.99	2.69	2.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

27.03 元

收盘价

2868/863 百万元

总市值/流通市值

31.13/20.52 元

52 周最高价/最低价

98.55 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势

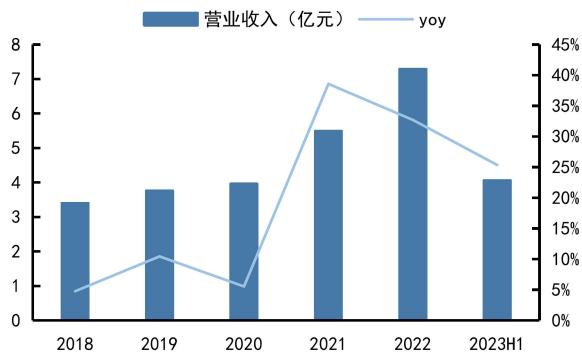


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

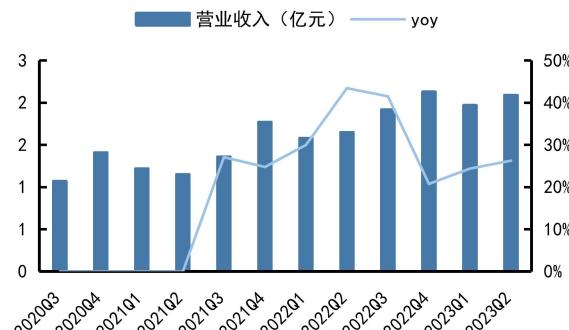
2023年上半年归母净利润同比增长54%。2023年上半年，金钟股份实现营业收入4.06亿元，同比+25%；实现归母净利润0.41亿元，同比+54%。单季度看，2023年第二季度公司实现营业收入2.09亿元，同比+26%，环比+6%；实现归母净利润0.23亿元，同比+124%，环比+28%。公司业绩增速远大于营收，核心受益于公司低风阻轮毂盖毛利率随产品量产逐渐回升，2022年之前，公司低风阻轮毂盖毛利率为负，2023年第一季度，公司低风阻轮毂盖剔除运费影响毛利率为19.59%。

图1：金钟股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



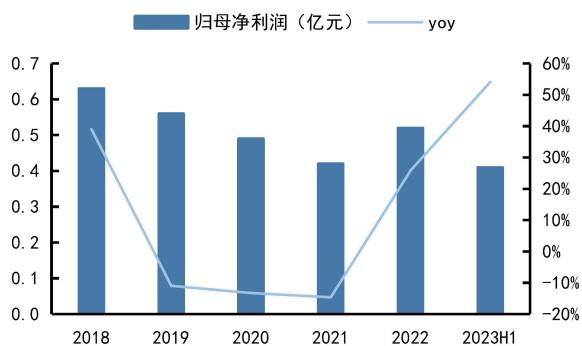
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金钟股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金钟股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



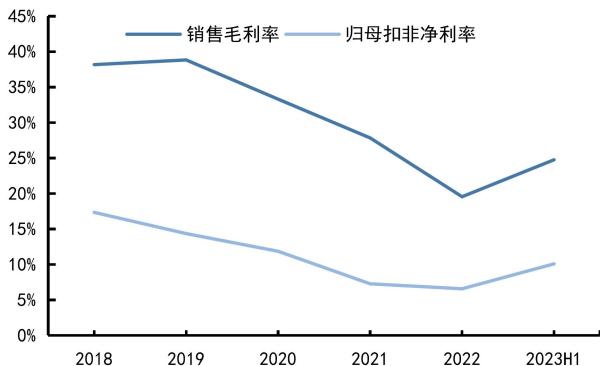
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：金钟股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

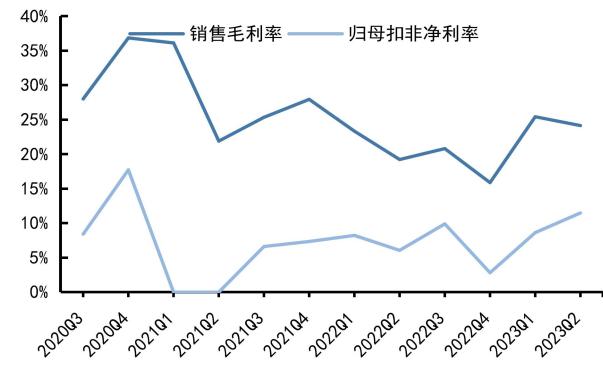


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

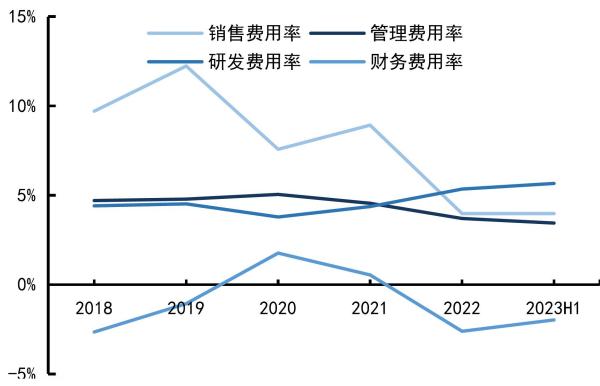
利润端，23Q2公司销售毛利率为24.15%，同比+4.92pct，环比-1.28pct。23Q2公司归母扣非净利率为11.48%，同比+5.42pct，环比+2.85pct。23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别4.31%/3.83%/6.22%/-4.78%，同比分别-0.54/-1.02/+0.77/+1.28pct，环比分别+0.25/+0.78/+1.14/-5.29pct，公司加大研发投入，研发费用率同环比上升。

图5: 金钟股份毛利率及净利率情况 (单位: %)


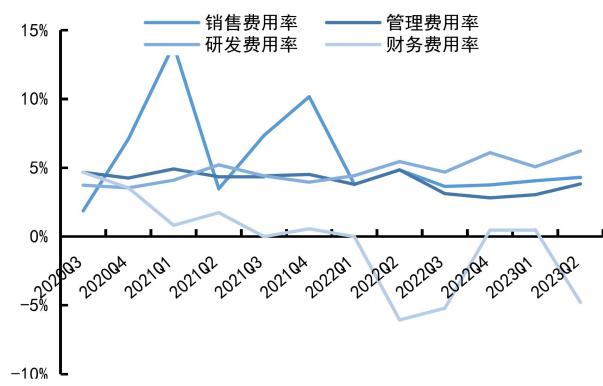
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 金钟股份单季毛利率及净利率情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 金钟股份四项费用率情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 金钟股份单季度四项费用率情况 (单位: %)


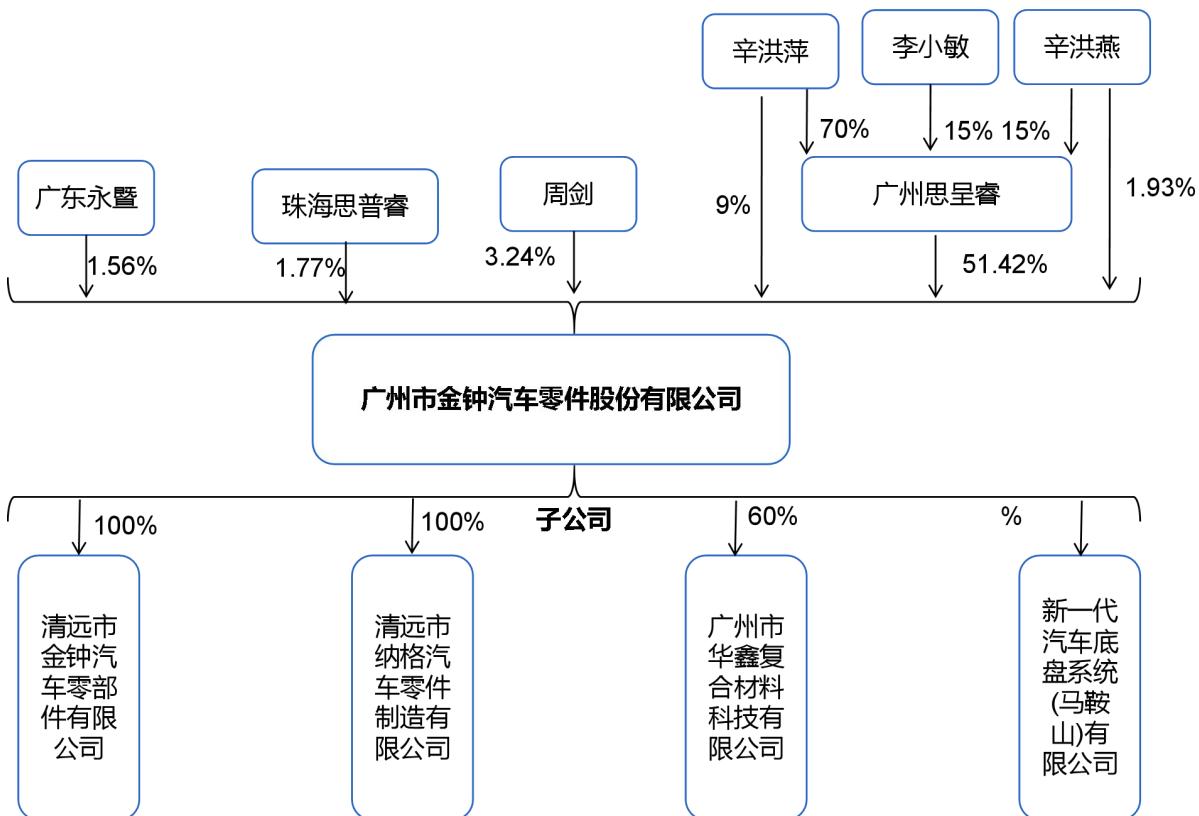
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

金钟股份成立于 2004 年，成立以来专注汽车轮毂装饰件、汽车标识装饰件领域，建立强大的竞争优势，同时逐步向装饰条、车身装饰件总成、格栅等汽车车身装饰件领域拓展。2004 年公司与 DAG 建立合作关系、2006 年通过通用汽车认证体系，2008 年，公司通过 DAG 向通用销售轮毂盖，2012 年通过特斯拉供应商认证，2017 年公司建设广州二期厂房，2021 年顺利在创业板上市，2023 年公司将进一步推进清远基地自动化产线投产，并推动广州轻量化工厂建设。

图9: 金钟股份发展历史


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定，实际控制人辛洪萍直接持股 9%、通过广州思呈睿持股 36%，通过一致行动人持股（其妹辛洪燕持股 10.13%、辛洪燕配偶李小敏持股 1.93%）持股 12.05%，合计持股 57%，股权结构稳固，决策执行果断。

图10: 金钟股份股权结构稳定 (2023/6/30)


资料来源：公司公告、天眼查，国信证券经济研究所整理

股权激励彰显信心。公司 2022 年股权激励草案拟向激励对象授予权益总计不超过 226.00 万股的限制性股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额 1.06 亿股的 2.13%。其中首次授予 181.50 万股，占本激励计划公告时公司股本总额 1.06 亿股的 1.71%，占本次授予权益总额的 80.31%；预留 44.50 万股，占本激励计划公告时公司股本总额 10,609.66 万股的 0.42%，预留部分占本次授予权益总额的 19.69%。其中首次授予对象包括技术总监、核心管理人员等共 68 人。业绩考核指标为以 2021 年业绩为基数，2022/2023/2024 年营业收入或净利润增长率不低于 20%/44%/72.8%。

表1：公司股权激励目标较高

批次	归属期	业绩考核指标
首批	第一个归属期	以 2021 年业绩为基数，2022 年营业收入或净利润增长率不低于 20%；
	第二个归属期	以 2021 年业绩为基数，2023 年营业收入或净利润增长率不低于 44%；
	第三个归属期	以 2021 年业绩为基数，2024 年营业收入或净利润增长率不低于 72.8%。
若预留部分在 2022 年三季报披露之前授予，则业绩考核与首次授予一致；否则考核目标如下		
预留	第一个归属期	以 2021 年业绩为基数，2023 年营业收入或净利润增长率不低于 44%；
	第二个归属期	以 2021 年业绩为基数，2024 年营业收入或净利润增长率不低于 72.8%。

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司产品结构较为丰富，围绕汽车轮毂装饰件、汽车标识装饰件等外饰件领域拓展产品，截至 2022 年金钟股份实现 7.29 亿元营收，其中轮毂装饰件贡献 5.97 亿元收入，占营收总体的 82% 水平。汽车标识装饰件贡献 0.96 亿元营收，占公司收入总体的 13%。轮毂装饰件是公司核心业务，目前主要分为低风阻轮毂盖（供新能源车）、传统中心盖、常规大尺寸轮毂盖及轮毂镶件（配套传统中心盖和常规大尺寸轮毂盖）4 种，从燃油车轮毂中心盖向新能源车产品拓展，单车配套价值从几十元提升至 200 元。行业具备显著成长性：1) 新产品低风阻轮毂盖渗透率随新能源车发展持续提升；2) 轮毂镶件提供个性化装饰同时增加覆盖面积、降低风阻，个性化需求及新能源车持续发展趋势下，产品配置率持续提升。

2022 年公司大尺寸轮毂装饰盖及轮毂中心盖营收 4.37 亿元，根据公司可转债披露产品平均单价计算，当年共销售 4696 万件，按照单车配 4 个计算，当年公司在乘用车的轮毂装饰盖全球市占率（2022 年全球乘用车产量 6160 万辆）约为 19%。从产能体量角度，公司在轮毂盖领域的主要竞争对手为 zanini（未上市），zanini 具有 55+ 年的发展历程，同样以车轮盖起家，目前每年为车企提供 9,000 万车轮装饰部件。Zanini 提出全世界每 3 个卖出的车轮盖中就有一个是他们的产品，以此换算 zanini 在车轮盖领域全球市占率约为 33.3%。

图11: 公司分产品营收情况 (亿元)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司轮毂装饰件收入拆分 (亿元)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

产品端, 低风阻轮毂盖有效适配新能源车需求。上世纪 80 年代至今, 汽车行业持续关注风阻系数优化, 通过整车造型、局部设计等减小风阻。新能源车兴起后, 电池能量密度限制带来的里程焦虑进一步催化研究进度以增加电池续航里程, 低风阻轮毂盖应运而生。传统燃油车时代, 通过点燃汽油转为热能实现的动能转换过程不可逆, 刹车系统需要空间散热, 无法通过增加轮毂面积减少风阻; 新能源车时代, 通过电能为中间过程的动能转换过程可逆, 可以通过发动机实现动能回收, 轮毂可以通过增加覆盖面积有效减少整车风阻。

图13: 低风阻轮毂盖行业随新能源汽车快速发展

低风阻轮毂大盘随新能源车起量



单车约20元

01. 传统中心盖

燃油车普遍采用传统中心小盖, 起装饰、品牌标识作用



大众朗逸



镶件约10元/个

02. 镶件方案

燃油车可配镶件增强个性化, 考虑散热问题, 遮挡面积较小



荣威RX8



单车20-260元

03. 镶件方案

新能源车可配大量镶件产品, 增大覆盖面积, 减少风阻



小鹏P7



单车约200元

04. 低风阻轮毂大盘

低风阻轮毂大盘增大覆盖面积, 减少风阻, 提升新能源车续航



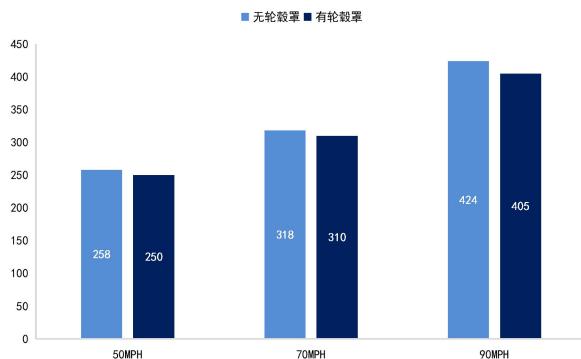
特斯拉model 3

资料来源: 公司公告、公司官网、汽车之家, 国信证券经济研究所整理

低风阻轮毂盖在新能源车型上具有提升续航显著优势。低风阻轮毂盖通过增大轮毂装饰盖覆盖面积, 有效减少风阻压力, 提升整车续航里程。根据《car and driver》测评结果, 以 50、70、90 英里每小时的车速运行, 安装汽车低风阻轮毂盖的 model 3 续航里程相对没有这个产品的车型提升 3.2%/2.8%/4.7%。产品设计难点在设计美感、低风阻和散热等多样化需求的平衡。根据汽车之家数据, 比亚迪团队在旗

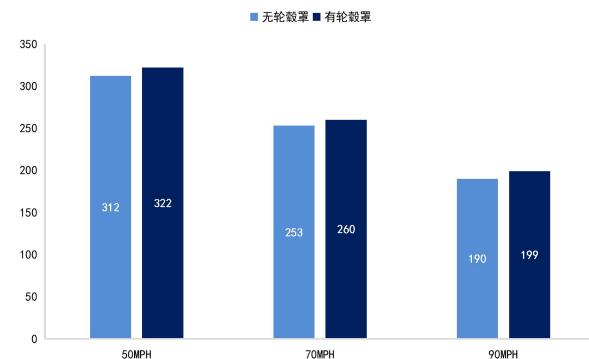
舰级电动车汉开发过程中进行 10 多轮方案、200 多次仿真、2000 多小时优化计算。

图14: 有无轮毂罩的燃油消耗



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 有无轮毂罩的里程数据



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

低风阻轮毂盖行业渗透率快速提升。低风阻轮毂盖行业处于起步阶段，特斯拉中国 2019 年 Model 3 即配置低风阻轮毂盖产品，比亚迪 2022 年推出的唐 DM-p 开始尝试低风阻轮毂盖方案。2022 年中国新能源车配备低风阻轮毂盖的产品销量约为 70 万辆，渗透率仅 11%。特斯拉、比亚迪、上汽、埃安等陆续配置产品，我们认为 2025 年低风阻轮毂盖在新能源市场渗透率有望到 43%，市场规模将提升至 11 亿元。低风阻轮毂盖具有显著的降低风阻、提升续航优势，我们预期该产品将成为新能源车主流方案，假设远期新能源车渗透率达到 70% 以上，对应中国新能源车销量远期空间 2000 万辆，低风阻轮毂盖远期市场规模将达 28 亿元。

表2: 低风阻轮毂盖行业规模

	2022	2023E	2025E
中国汽车销量（万辆）	2356	2392	2430
中国新能源车销量（万辆）	649.8	850.7	1299
典型低风阻轮毂盖配套方案			
特斯拉中国配套量（万辆）	50	70	105
车型	model 3&model y		
销量（万辆）	71	100	150
配置率（%）	70%	70%	70%
比亚迪配套量	9	30	200
车型	唐 DM-p、2022 款唐 EV、汉	新增唐 EV 冠军版	/
销量（万辆）	30	60	250
配置率（%）	30%	50%	80%
上汽配套量（万辆）	2	18	140
车型	宝骏 KIVI EV 、智己 L7、智己 LS7	新增五菱缤果、宝骏云朵	/
销量（万辆）	3	25	200
配置率（%）	70%	70%	70%
长安深蓝配套量（万辆）	3	9	30
车型	SL03	SL07	/
销量（万辆）	3	9	30
配置率（%）	100%	100%	100%
广汽埃安配套量（万辆）	5	15	56
车型	埃安 AION Y、埃安 S PLUS、埃安 V PLUS		
销量（万辆）	15	30	70

配置率 (%)	30%	50%	80%
其他车企配套量 (万辆)	1	5	30
低风阻轮毂盖配套量 (万辆)	70	147	561
在新能源车渗透率 (%)	10.77%	17.22%	43.19%
低风阻轮毂盖单车价值 (元)	200	200	200
产品市场规模 (亿元)	1.4	2.94	11.22

资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理 注：低风阻轮毂盖为新产品，暂时不考虑年降

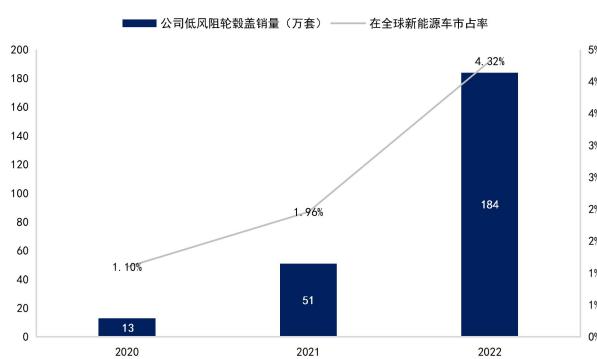
公司低风阻轮毂盖随客户车型起量。公司的低风阻轮毂盖产品主要针对新能源车型，2020年，公司仅向长城汽车配套少量产品，出货量较低；2021年，公司开始向海外知名新能源车企客户及上汽乘用车提供产品配套，销量快速增长。2020-2022年，公司销售低风阻轮毂盖13/51/184万件，实现收入286.10万元/2,030.98万元/8,714.78万元，收入快速增长。行业处于起步初期，公司是行业发展引领者，按照2022年新能源车中低风阻轮毂盖渗透率为11%测算，公司2022年在新能源车低风阻轮毂盖产品市占率为66%。

图16: 公司低风阻轮毂盖产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图17: 公司低风阻轮毂盖处于发展初期

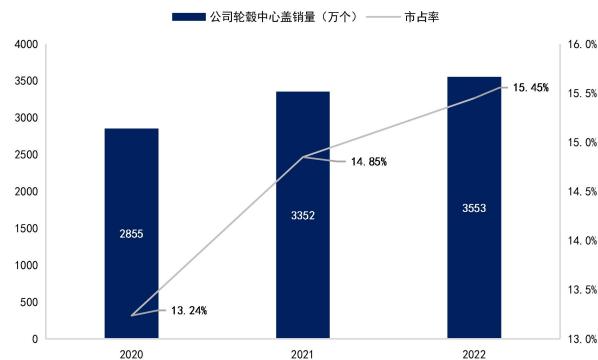


资料来源：wind、TrendForce，国信证券经济研究所整理

公司传统中心盖产品市场份额小幅提升。公司传统中心盖产品单价较低，2020-2022年销售平均价格为4.56/4.79/5.01元，产品部分通过DAG销往北美地区的通用、福特、克莱斯勒及T公司等整车厂商，部分配套给国内长城欧拉等车型；近几年产品单价提升主要受益于T公司SUV车型、长城欧拉、现代起亚NQ5等车型相对较高价格产品量产。按照收入计算，公司2020-2022年传统轮毂中心盖销售数量约为2855/3352/3553万个，在全球乘用车市占率约为13.2%/14.9%/15.5%（按单车配套4个计算）。

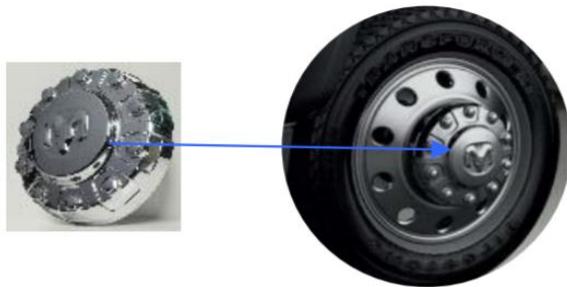
图18: 公司轮毂中心盖产品


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

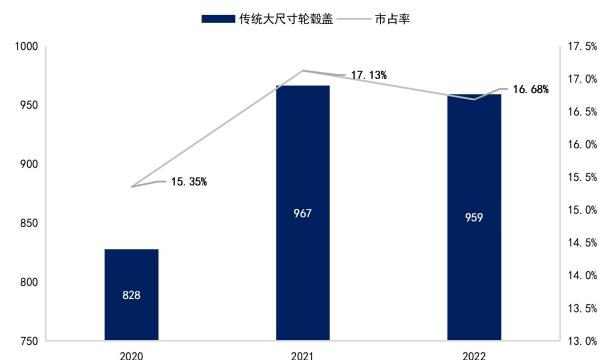
图19: 公司轮毂中心盖市占率小幅提升


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司常规大尺寸轮毂盖产品地位稳健。公司大尺寸轮毂装饰盖产品外销占比较高，主要通过 DAG 销往北美地区的通用汽车、福特汽车、克莱斯勒及 T 公司等整车厂商，2020-2022 年，根据公司披露产品单价及低风阻轮毂盖信息推算，公司常规大尺寸轮毂盖产品销量为 828/967/959 万套，销量较为稳定，占全球乘用车市场的 15.35%/17.13%/16.68%。

图20: 公司常规大尺寸轮毂盖产品


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图21: 公司常规大尺寸轮毂盖产品地位稳健（单位：万套，%）


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

轮毂镶件通常搭配轮毂中心盖或常规大尺寸轮毂盖使用。轮毂镶件指位于轮毂/轮毂装饰盖的缝隙处，用以增强美观效果、保护轮毂的塑料结构件，目前汽车轮毂盖有低风阻轮毂盖、轮毂中心盖及大尺寸轮毂装饰盖三种方案，轮毂镶件通常配套后两者以达到更优装饰效果。轮毂中心盖约 5 元/个，不配镶件使用时整车轮毂装饰件价格约 20 元，假设单个轮子配套 6 个镶件，单个镶件以公司 2022 年产品单价 10 元计算，整车轮毂装饰件价格约 260 元；常规大尺寸轮毂装饰盖单价约 18 元，不配镶件使用时整车轮毂装饰件价格约 80 元，假设单个轮子配套 6 个镶件，单个镶件以公司 2022 年产品单价 10 元计算，整车轮毂装饰件价格约 310 元。

图22: 汽车轮毂盖三种方案

	2022年单价	配套镶件	单车配套价格
低风阻轮毂大盖	47元/个	无	约200元
轮毂中心盖	5元/个	可选 5-7个/轮	约20-260元
常规大尺寸轮毂装饰盖	18元/个		约80-310元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：图中单价为公司披露 2022 年销售产品平均价格

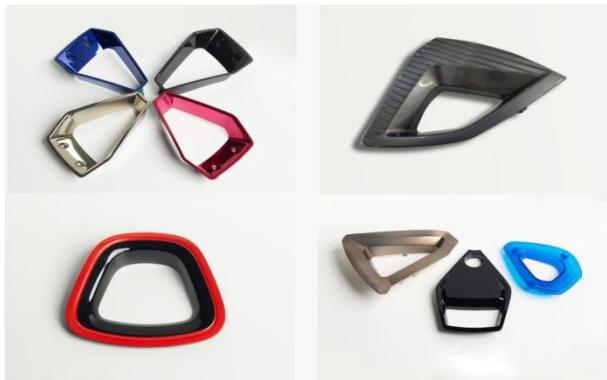
轮毂镶件市场空间广阔。轮毂镶件产品可同时应用于燃油车和新能源车。燃油车安装轮毂镶件满足用户个性化需求，提升轮毂美感；新能源车通过轮毂镶件增加覆盖面积，提升续航。随消费者个性化需求凸显及新能源市场渗透率持续提升，2025 年轮毂镶件产品在中国乘用车的渗透率将达到 41%，产品市场规模近 20 亿元。

表3: 轮毂镶件产品行业规模

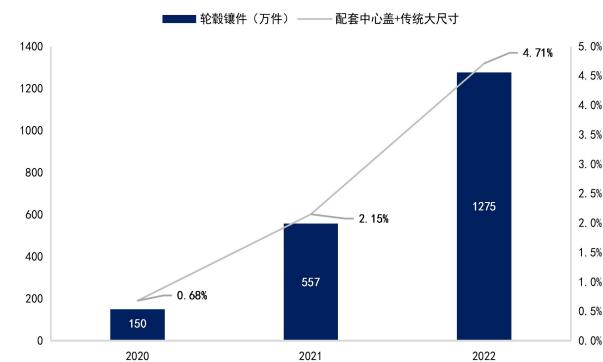
	2022	2023E	2025E
中国乘用车销量（万辆）	2356	2392	2430
中国新能源车销量（万辆）	649.8	850.7	1299
典型燃油车镶件产品	荣威 RX8、长安 CS55 PLUS、吉利星越 L 等	/	
燃油车镶件渗透率（%）	10%	20%	30%
燃油车镶件配套量（万辆）	170.62	308.26	339.3
典型新能源车镶件产品	比亚迪汉、宋、蔚来 ET7、理想 L9 等	/	
新能源车镶件渗透率（%）	30%	40%	50%
新能源车镶件配套量（万辆）	195	340	650
镶件产品配套车型销量（万辆）	365.56	648.54	988.8
镶件产品在中国乘用车渗透率（%）	16%	27%	41%
镶件产品单车价值（元）	240	220	200
镶件产品市场规模（亿元）	8.77	14.27	19.78

资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

公司轮毂镶件产品销量随个性化需求及新能源市场发展提升。公司轮毂镶件产品 2020-2022 年销量为 150/557/1275 万件，按照单个轮子配套 6 个测算，公司产品配套轮毂中心盖或者常规大尺寸轮毂盖比例为 0.68%/2.15%/4.71%。提升空间广阔。2022 年公司轮毂镶件产品约 80% 配套新能源车，近几年随比亚迪、SMART、极氪汽车等客户车型量产销售，公司产品销量迅速增长，按照 2022 年中国乘用车市场轮毂镶件方案渗透率为 16% 测算，公司产品市占率为 15%。预计未来几年随汽车消费向多元化、个性化方向快速发展，公司产品在传统燃油车的销量有望提升。

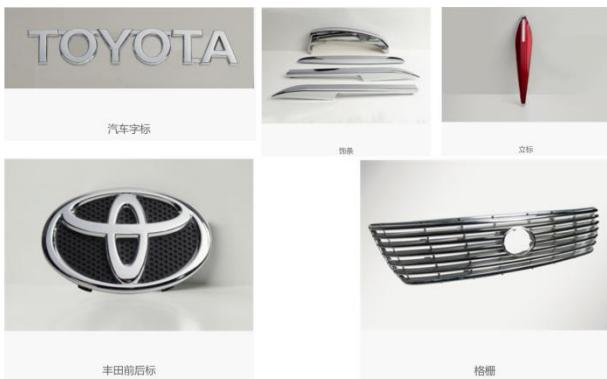
图23: 公司轮毂镶件产品


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

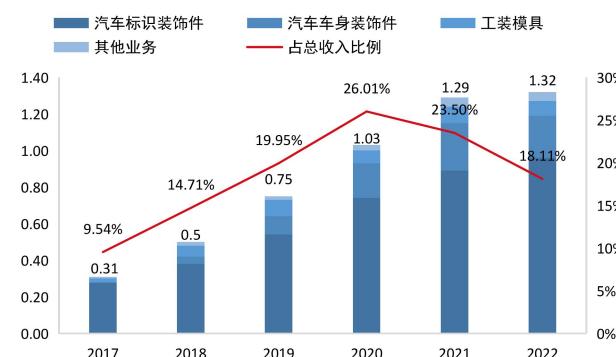
图24: 公司轮毂镶件配套率提升


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：按照单个轮子配套6个轮毂镶件计算轮毂镶件在公司配套比例

汽车标识及车身装饰件补充公司产品品类。除轮毂装饰件外，公司同样提供汽车标识、车身装饰件等装饰产品。其中，汽车标识装饰件通常包含汽车字标、汽车标牌及方向盘标。字标一般位于汽车尾部，用于识别汽车品牌、型号、发动机排量等信息；标牌一般安装在汽车车头及车尾的位置，主要起品牌标识、装饰作用；方向盘标一般安装在汽车方向盘的中心位置。而车身装饰件包含装饰条、车身装饰件总成及格栅等。其中，装饰条一般用于车身的局部装饰；车身装饰件总成安装在车门、翼子板、发动机罩、灯罩等车身各个部位的装饰件；格栅安装于汽车前部，主要用于水箱、发动机、空调等的进气通风，并可防止汽车行驶过程中外来物对汽车内部结构的破坏，还可以起装饰作用。2020-2022年，公司其他类产品分别贡献收入1.03/1.29/1.32亿元，占公司收入整体的26%/24%/18%。

图25: 公司其余产品


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图26: 公司其余产品贡献收入情况 (单位: 亿元, %)


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

产能端，公司产能利用率维持高位，新建产能逐步释放。公司目前国内已建成广州花都、清远两个工厂。2020-2022年，公司订单饱和，以注塑机产能利用率衡量的公司整体产能利用率水平为90%/99%/100%（公司主要产品的生产大都涉及注塑工艺，当前生产瓶颈工序主要是注塑环节）。2023年，公司发布公开可转债预案，拟募资3.5亿元，用于汽车轻量化工程塑料零件扩产项目及补充流动资金；其中汽车轻量化工程塑料零件扩产项目约为公司新增轮毂镶件8,100万件/年、低风阻轮毂盖480万件/年、轮毂中心盖3,000万件/年的产能，新工厂建设期为2年，拟从第二年开始逐步释放，第2/3/4年释放产能为30%/90%/100%。

表4: 公司现有产能
工厂名称建设情况

广州花都2016年设备升级,产能提升至6000万件/年

清远工厂2017年投建,2021年产能约5000万件/年
2021年募资扩建,新增产能轮毂中心盖1200万件、轮毂零件500万件/年。
汽车字标300万件、装饰条40万件、铝板装饰条40万件、
格栅20万件、汽车塑料结构件20万件、ACC标牌40万件。

广州轻量 产品名称	现年产能 (万件)	新增产能 (万件)	预计单价 (元/件)	T+1 T+2 T+3 T+4			
				T+1	T+2	T+3	T+4
化工厂 轮毂零件 (2023 年可转债 募投)	2,845.59 408.77 2,983.53	8,100.00 480 3,000.00	10.43 28.43 4.41	-	2.53	7.45	8.16
合计	-	-	-	-	0.41	1.20	1.32
				-	0.40	1.17	1.28
				-	3.34	9.82	10.75

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

海外产能建设上,2022年,公司出资350万美元投资达格科技,持有其50%股权,达格科技目前正在投资建设一条全自动化涂装线及三条自动化包装线,主要承接北美新能源整车厂商的订单并向其销售,产线投产后将近距离为海外客户提供本地化的产品和服务。

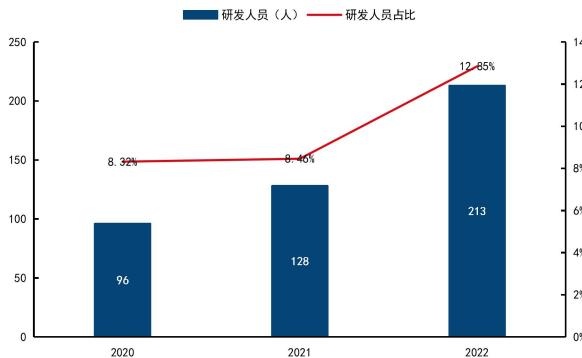
表5: 交易前后达格科技股权结构情况
本次交易前达格科技股权结构

序号	股东名称	认缴出资金额(万美元)	持股比例	出资方式
1	NANCY M. HADEL FAMILY TRUST	350	100%	货币
	本次交易后达格科技股权结构			
1	NANCY M. HADEL FAMILY TRUST	350	50%	货币
2	广州市金钟汽车零件股份有限公司	350	50%	货币

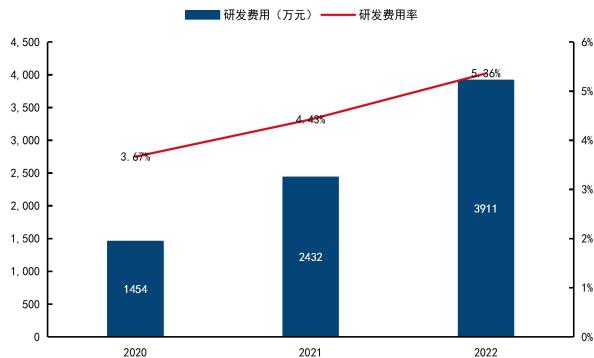
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司掌握先进生产工艺。在花都生产基地生产设备自动化升级改造中引入注塑、丝印和冲压等机器人、自动化集中供料系统、自动喷涂装置和自动化包装作业线,提高生产效率及生产作业安全性,公司另外引入全自动CCD检测设备,进一步提升产品检测能力。目前公司拥有从注塑成型到电镀、喷涂、喷粉、丝印等表面装饰处理工艺的全流程自主生产能力。注塑成型基本实现全自动化,熟练掌握IMD、IMR、二次双色注塑成型、快速换模等核心技术;在表面装饰处理方面,公司掌握各类不同塑胶材料及部分金属材料的特性,以及较为全面的表面装饰处理工艺,能够根据产品设计需求,对各种不同材料进行电镀、喷涂等表面装饰处理。上述核心技术的掌握,使公司不仅能有效提升装饰件的外观及装饰性,改善了其在电、热及耐蚀等方面的性能,提高了其表面机械强度,还能提高生产效率,降低生产过程中能耗和污染,并保证产品质量及其稳定性。

公司始终重视研发投入,新项目开发增加及加大对生产工艺的研发投入。2020-2022年,随新项目增加,公司研发人员数量从96人增长至213人,占公司总人数比例从8.32%提升到12.85%。同时研发费用从1454万元提升至3911万元,占公司营业收入比例从3.67%提升至5.36%。

图27: 公司研发人员情况


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司研发费用情况


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

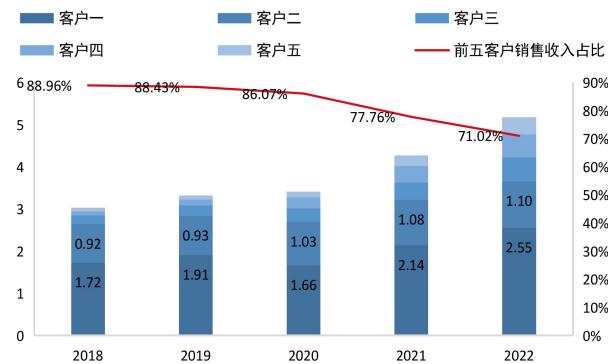
公司创造性地研发了多种更能满足整车厂商智能化、轻量化、环保化要求的汽车内外饰件产品，部分研发成果如下。

表6: 公司部分研发成果

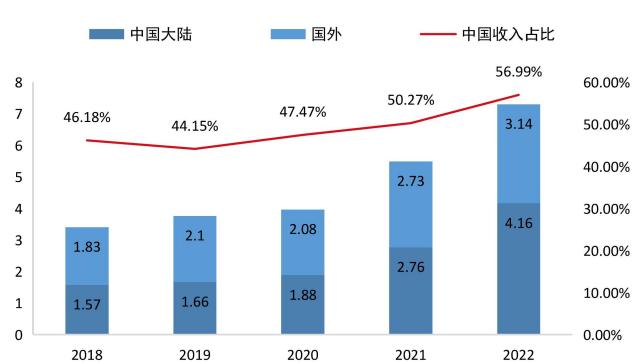
产品类别	技术成果	创造性特征
大尺寸轮毂装饰盖	可使轮毂大盘的重量最轻达 380g	采用变截面方法，对传统轮毂大盘的壁厚进行减薄处理，结合结构力学与注塑仿真技术，在实现产品减重的同时，也能满足产品的强度要求
轮毂镶件	安装后可使传统轮毂的风阻系数减少 4 个 count	采用空气动力学与结构力学仿真技术，对传统轮毂大盘的造型进一步优化，通过一种特殊的卡接结构，在通风孔处卡接低风阻的轮毂大盘，可以降低传统轮毂的风阻系数、改善整车的气动性能
轮毂中心盖	实现轮毂镶件的简易拆装	传统的轮毂镶件一般采用螺钉紧固结构，无法灵活更换轮毂造型，通过设计开发一种易拆装、便于多特殊的卡接结构，实现了轮毂镶件的简易拆装，并可在原有轮毂的基础上设计更多轮毂造型设计
轮毂中心盖	发光功能	轮毂中心盖可在车辆行驶过程中，传统的轮毂中心盖由于轮毂带动旋转，无法看清轮毂中心盖上的轮毂旋转时依然显示品牌 logo 标识，为了突出品牌 logo，公司将在中心盖上使用植入微电机与发光二极管，并控制涂层厚度，可以实现 logo 的发光功能，使消费者有更强的品牌感受。
方向盘标牌	ACC 标牌	ACC 标牌具有传统的轮毂中心盖在夜晚无法看清品牌 logo，通过在中心盖上使用植入微电机与发光二极管，并控制涂层厚度，可以实现 logo 的发光功能，使消费者有更强的品牌感受。
轮毂谐振器	噪音降低 6dB	公司对汽车标牌产品采用的材料、结构、制造工艺进行创新，自主研发设计了采用特殊材料，且结构均匀、制造精度高的 ACC 标牌，有效满足了雷达波的传输要求。
方向盘标牌	实现高温高爆条	安装后可使轮毂噪音降低 6dB，汽车在高速行驶的过程中，车轮轮胎胎面与路面相互作用会产生噪音，结合声学仿真技术，公司开发了一款塑料谐振器，安装在轮毂处后可以降低车辆行驶过程中的噪音。
	条件下安全可靠性	公司通过对结构设计进行改进并应用有限元分析技术开发出的方向盘标牌，能有效保证标牌在高温高爆时仍能可靠固定在方向盘上，避免飞脱造成人身伤害。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

客户端，公司与国内外众多知名整车厂商建立长期稳定的合作关系，成为现代起亚、特斯拉中国、Stellantis 集团、沃尔沃、一汽股份、一汽轿车、一汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大众、长城汽车、长安福特、长安马自达、比亚迪、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、吉利汽车、华人运通、智己汽车、东风新能源、零跑汽车、合众新能源、路特斯等国内外知名整车厂商的一级供应商，以及一汽丰田、广汽丰田、广汽本田、东风本田、广汽乘用车、东风日产、东风启辰、赛力斯等知名整车厂商的二级供应商，并通过 DAG 进入了通用汽车、福特汽车、克莱斯勒、特斯拉、北美丰田、沃尔沃、LUCID、RIVIAN 和 LMC 的供应链体系。欧洲市场暂未披露产能建设，公司与欧洲知名整车厂商的部分项目已进入量产阶段，相关产品的量产销售将提升公司在欧洲地区的销售规模。

图29: 公司前五大客户收入比例下降 (单位: 亿元, %)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司中国收入占比提升 (单位: 亿元, %)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

美洲本土汽车零部件中间商 DAG 是公司开拓北美和南美市场的主要方式。 DAG 是公司开拓北美和南美市场主要方式，公司与 DAG 签订长期排他协议，协议有效期限为 2017 年 5 月 27 日起 10 年，在当期协议期限届满后有 3 次自动续约 5 年的权利，协议期内，DAG 拥有公司在北美洲、南美洲市场的独家销售权，DAG 及其关联方（包括 DAG 的股东、股东控制的其他企业或个人、DAG 的子公司等）亦不得在授权区域内销售非公司生产的相同或类似产品。同时在美国加征关税期间，福特汽车、克莱斯勒和 DAG 共同为公司承担部分关税。

表7: 美国加征关税期间情况

客户	加征税率	分摊约定
通用汽车 (OEM)	25%	采用 FCA 方式结算，由通用汽车承担
福特汽车	25%	公司承担 11.5%、DAG 承担 1%、福特汽车承担 12.5%
克莱斯勒	25%	公司承担 16.5%、DAG 承担 1%、克莱斯勒承担 7.5%，2020 年至 2022 年按上述分摊约定执行。经协商，2023 年起，双方结束上述分摊补偿约定，调整为将部分产品通过美国保税仓流通至客户非美国地区工厂的方式进行销售，该等销售不受美国加征关税的影响，有助于降低加征关税的影响，上述调整不会对公司实际承担的关税金额造成较大不利影响。
T 公司	25%	公司承担 25%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件：

低风阻轮毂盖：公司低风阻轮毂盖主要应用于新能源车型，产品 2020 年起步，2022 年受益于海外知名新能源车企、上汽乘用车等配套产品量产，实现营收 8715 万元，占公司营收整体的 12%，量产约 184 万套。随公司现有客户逐步放量及潜在客户订单落地，公司低风阻轮毂盖产品有望快速增长，2023-2025 年，公司低风阻轮毂盖营收增速约为 154%/129%/70%，产品有望从 2023 年实现正毛利，2023-2025 年毛利率约为 22%/24%/25%（2023 年第一季度剔除运费影响毛利率为 19.59%）。

常规大尺寸轮毂装饰盖：公司大尺寸轮毂装饰盖产品外销占比较高，主要通过 DAG 销往北美地区的通用汽车、福特汽车、克莱斯勒及 T 公司等整车厂商，2020-2022 年实现销量 828/967/959 万套，受国际海运价格波动影响，产品毛利率为 31%/26%/21%。预计未来几年产品销量微幅增长，2023-2025 年分别贡献收入 1.73/1.75/1.77 亿元，同时随国际海运价格回落，产品 2023-2025 年毛利率有望回到 25% 水平。

传统中心盖产品：公司轮毂中心盖产品同时配套传统燃油车和新能源车型，产品

单价在 5 元左右，2020–2022 年传统轮毂中心盖销售数量约为 2855/3352/3553 万个，在全球乘用车市占率约为 13.2%/14.9%/15.5%。预计未来随公司客户进一步拓展，公司传统中心盖产品贡献收入有望小幅提升，2023–2025 年收入约为 1.90/2.04/2.18 亿元。

轮毂零件：公司轮毂零件主要搭配传统中心盖及常规大尺寸轮毂装饰盖使用，2020–2022 年销量为 150/557/1275 万件，按照单个轮子配套 6 个测算，公司产品配套轮毂中心盖或者常规大尺寸轮毂盖比例为 0.68%/2.15%/4.71%，近年来随着用户个性化需求提升，公司轮毂装饰盖上车配套比例迅速提升。我们预计公司 2023–2025 年轮毂零件贡献收入为 1.99/2.63/3.06 亿元，产品毛利率维持 28%。

其他类产品：公司其他类产品主要包括汽车字标、汽车标牌及方向盘标等**汽车标识产品及装饰条**、车身装饰件总成及格栅等**车身装饰件产品**。2020–2022 年，前述产品分别贡献收入 1.03/1.29/1.32 亿元，占公司收入整体的 26%/24%/18%。我们预计 2023–2025 年，公司其他类产品保持小幅增长，分别贡献收入 1.44/1.49/1.54 亿元。

费率方面：我们认为公司费率有望逐渐趋稳，考虑公司持续重视新产品项目的研发投入，假设 23–25 年公司研发费率保持在 5.0% 水平。

表8: 金钟股份盈利预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
整体情况					
营收收入 (亿元)	5.49	7.29	9.55	13.24	17.40
yoY	38.64%	32.79%	30.99%	38.59%	31.45%
毛利率	25.98%	18.07%	23.00%	23.61%	24.06%
毛利	1.43	1.32	2.20	3.13	4.19
传统大尺寸轮毂盖					
营收收入 (亿元)	1.62	1.72	1.73	1.75	1.77
毛利率	25.95%	20.81%	25%	25%	25%
毛利	0.42	0.36	0.43	0.44	0.44
低风阻轮毂盖					
营收收入 (亿元)	0.20	0.87	2.21	5.06	8.57
毛利率	-10.54%	-8.98%	22%	24%	25%
毛利	-0.02	-0.08	0.49	1.21	2.14
轮毂中心盖					
营收收入 (亿元)	1.61	1.78	1.90	2.04	2.18
毛利率	37.45%	34.15%	35%	34%	32%
毛利	0.60	0.61	0.67	0.69	0.70
轮毂零件					
营收收入 (亿元)	0.58	1.33	1.99	2.63	3.06
毛利率	34.58%	28.38%	28%	28%	28%
毛利	0.20	0.38	0.56	0.74	0.86
其他					
营收收入 (亿元)	1.48	1.59	1.71	1.76	1.81
毛利率	15%	3%	3%	3%	2%
毛利	0.23	0.05	0.05	0.05	0.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设，我们预计未来 3 年营收分别为 9.55/13.24/17.4 亿元，同比+31%/+39%/+32%，毛利率分别为 23%/24%/24%，23–25 年公司归母净利润分别为 0.94/1.35/1.83 亿元，同比增速分别为 +79%/+45%/+35%，EPS 分别为 0.88/1.28/1.73 元。

表9: 未来3年盈利预测表(单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	729	955	1324	1740
营业成本	587	736	1011	1322
销售费用	29	36	50	65
管理费用	27	32	44	57
研发费用	39	48	66	87
营业利润	55	102	148	199
归属于母公司净利润	52	94	135	183
EPS	0.49	0.88	1.28	1.73
ROE	6%	10%	13%	16%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表10: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	549	729	978	1,393	1,875
(+/-%)	38.6%	32.7%	34.1%	42.5%	34.6%
净利润(百万元)	42	52	94	135	183
(+/-%)	-14.6%	25.8%	79.1%	44.5%	35.1%
摊薄EPS	0.39	0.49	0.88	1.28	1.73
中性预测					
营业收入(百万元)	549	729	955	1,324	1,740
(+/-%)	38.6%	32.7%	31.0%	38.6%	31.5%
净利润(百万元)	42	52	94	135	183
(+/-%)	-14.6%	25.8%	79.1%	44.5%	35.1%
摊薄EPS(元)	0.39	0.49	0.88	1.28	1.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	549	729	933	1,257	1,612
(+/-%)	38.6%	32.7%	27.9%	34.7%	28.3%
净利润(百万元)	42	52	94	135	183
(+/-%)	-14.6%	25.8%	79.1%	44.5%	35.1%
摊薄EPS	0.39	0.49	0.88	1.28	1.73
总股本(百万股)	106	106	106	106	106

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 26-36元

未来估值假设条件见下表:

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	5.55%	38.59%	32.71%	30.99%	38.59%	31.45%	35.00%	30.00%
营业成本/营业收入	66.69%	72.15%	80.44%	77.00%	76.39%	75.94%	75.94%	75.94%
管理费用/营业收入	4.60%	4.25%	3.40%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
研发费用/营业收入	3.67%	4.43%	5.36%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	7.63%	8.92%	3.94%	3.80%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%
营业税及附加/营业收入	0.82%	0.63%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%	0.80%
所得税税率	13.91%	6.34%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%
股利分配比率	30.81%	1.10%	22.64%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	8.20%
无风险利率	2.71%	Ka	11.03%
股票风险溢价	7.56%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (元)	25.56	Ke	11.40%
发行在外股数 (百万)	106	E/(D+E)	95.37%
股票市值 (E, 百万元)	2712	D/(D+E)	4.63%
债务总额 (D, 百万元)	132	WACC	11.09%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 26-36 元，估值中枢为 30.57 元。

表13: FCFF 估值

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
EBIT	98.1	145.5	199.4	269.8	343.8	354.1	364.8	375.8	387.1
所得税税率	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%
EBIT*(1-所得税税率)	90.1	133.5	183.1	247.7	315.6	325.1	334.9	345.0	355.4
折旧与摊销	31.0	40.2	47.1	51.7	55.5	59.1	62.6	66.0	69.5
营运资金的净变动	(20.6)	(95.4)	(110.0)	(159.9)	(184.0)	(25.9)	(26.8)	(27.7)	(28.6)
资本性投资	(148.0)	(155.0)	(52.0)	(52.0)	(52.0)	(52.0)	(52.0)	(52.0)	(52.0)
FCFF	(47.5)	(76.6)	68.2	87.5	135.1	306.3	318.7	331.4	344.3
PV(FCFF)	(43.7)	(64.9)	53.2	62.8	89.3	186.4	178.5	170.9	163.5
核心企业价值	3,355.6								
减：净债务	111.8								
股票价值	3,243.8								
每股价值	30.57								

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	WACC 变化				
	7. 6%	8. 1%	8. 63%	9. 1%	9. 6%
永续增长率变化	3. 5%	49. 07	42. 72	37. 63	33. 46
	3. 0%	44. 52	39. 21	34. 86	31. 23
	2. 5%	40. 86	36. 32	32. 54	29. 35
	2. 0%	37. 86	33. 91	30. 57	27. 72
	1. 5%	35. 34	31. 86	28. 88	26. 31
	1. 0%	33. 20	30. 09	27. 41	25. 08
	0. 5%	31. 36	28. 56	26. 12	23. 98
					22. 09

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：32-38 元

对于相对估值，考虑国内少有上市公司专注轮毂装饰件业务，公司同体量竞争对手 zanini 尚未上市，我们选取同为内外饰件行业的新泉股份、岱美股份、常熟汽饰为可比公司。

新泉股份：公司核心产品为仪表板，2022 年全国汽车市场市占率 14%。同时在核心产品仪表板总成（单车价值量约 3000 元）基础上持续拓展品类，初步形成平台化供应体系，当前乘用车内饰件产品单车价值量 6500 元左右，商用车内饰产品单车价值量 4500 元左右。2012 年推出保险杠总成产品，配套奇瑞等乘用车客户，2022 年 1 月成立芜湖全资子公司，专营保险杠总成、前端模块、塑料尾门等汽车外饰件系统业务，公司外饰件单车价值总和约 2700 元。客户上最开始围绕吉利、奇瑞等自主车企提供产品配套，逐步切入上汽大众等合资客户体系，2020 年切入特斯拉产业链，配套仪表板、门板等产品，客户结构覆盖内资、合资、外资车企。

岱美股份：公司核心产品为遮阳板，在全球乘用车遮阳板领域稳定占据了 3 成以上的市场份额。同时，公司积极拓宽产品至头枕、顶棚中央控制器等汽车内饰件领域。目前已与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系，客户包括奔驰，宝马，奥迪，通用、福特、克莱斯勒、大众、PSA、丰田，本田，日产等国外主流整车厂商，以及上汽、一汽、东风、长城等国内优势汽车企业。

常熟汽饰：公司主要产品为门内护板、仪表板、天窗遮阳板和衣帽架。主要客户包括一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、奇瑞捷豹路虎、上汽通用、奇瑞汽车、一汽红旗、长城汽车、北汽越野、吉利汽车等知名整车厂。在快速发展的新能源车领域，公司也已切入了奔驰 EQB、宝马 EV、大众 MEB、比亚迪、特斯拉、理想、小鹏、蔚来、集度、哪吒、零跑、ARCFOX、华人运通、奇瑞新能源、英国捷豹路虎、北美 ZOOX 等。目前国内拥有 14 个生产基地，同时与德国派格、西班牙安通林、奥地利格瑞纳、加拿大麦格纳、德国 WAY 集团等设立合资公司增强竞争力。

投资建议：

我们选取同为内外饰行业的新泉股份、岱美股份、常熟汽饰为可比公司，**金钟股份**后续关注点在于 1) 低风阻轮毂盖随新能源渗透率提升及产能建设起量；2) DAG 海外客户增强海外获取订单能力；3) 公司持续降本增效带来的盈利能力边际改善，看好公司客户拓展及产品结构改变带来利润的持续向上突破，预计 23/24/25 年净利润 0.94/1.35/1.83 亿元，对应 EPS 为 0.88/1.28/1.73 元，给予 2024 年 25-30 倍 PE，对公司合理估值区间 32-38 元，相较当下有 18%-42% 的估值空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15: 可比公司估值 (2023/9/16)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603179.SH	新泉股份	买入	49	238	0.97	1.63	2.29	51	30	21
603730.SH	岱美股份	未评级	18	224	0.61	0.63	0.79	29	28	22
603035.SH	常熟汽饰	未评级	19	71	1.35	1.67	2.04	14	11	9
平均					0.98	1.31	1.71	31	23	18
301133.SZ	金钟股份	买入	27	29	0.49	0.88	1.28	55	31	21

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 未评级岱美股份、常熟汽饰预测来自 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	321	312	300	300	300	营业收入	549	729	955	1324	1740
应收款项	202	274	340	472	620	营业成本	396	587	736	1011	1322
存货净额	144	163	195	268	352	营业税金及附加	3	4	5	7	10
其他流动资产	105	7	10	13	17	销售费用	49	29	36	50	65
流动资产合计	772	755	845	1053	1289	管理费用	25	27	32	44	57
固定资产	181	258	372	484	490	研发费用	24	39	48	66	87
无形资产及其他	30	39	38	36	34	财务费用	3	(19)	(3)	1	3
投资性房地产	26	62	62	62	62	投资收益	0	(1)	1	3	3
长期股权投资	0	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	(3)	(6)	0	0	0
资产总计	1010	1135	1337	1656	1896	其他收入	(24)	(40)	(48)	(66)	(87)
短期借款及交易性金融负债	40	78	132	242	227	营业利润	45	55	102	148	199
应付款项	127	173	216	298	391	营业外净收支	(0)	2	0	0	0
其他流动负债	25	43	78	107	141	利润总额	44	57	102	148	199
流动负债合计	192	294	426	647	759	所得税费用	3	5	8	12	16
长期借款及应付债券	15	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	5	3	2	0	归属于母公司净利润	42	52	94	135	183
长期负债合计	23	5	3	2	0	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	215	299	429	649	759	净利润	42	52	94	135	183
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	5	5	4	1
股东权益	794	836	906	1008	1145	折旧摊销	18	24	31	40	47
负债和股东权益总计	1010	1135	1335	1657	1904	公允价值变动损失	3	6	0	0	0
						财务费用	3	(19)	(3)	1	3
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(195)	38	(21)	(95)	(110)
每股收益	0.39	0.49	0.88	1.28	1.73	其它	(5)	(5)	(5)	(4)	(1)
每股红利	0.00	0.11	0.22	0.32	0.43	经营活动现金流	(132)	121	104	80	120
每股净资产	7.49	7.88	8.54	9.50	10.79	资本开支	0	(97)	(148)	(155)	(52)
ROIC	7%	7%	10%	13%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	5%	6%	10%	13%	16%	投资活动现金流	0	(119)	(148)	(155)	(52)
毛利率	28%	20%	23%	24%	24%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	10%	11%	11%	负债净变化	5	(15)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(0)	(12)	(23)	(34)	(46)
收入增长	39%	33%	31%	39%	31%	其它融资现金流	317	42	54	111	(15)
净利润增长率	-15%	26%	79%	45%	35%	融资活动现金流	326	(12)	31	77	(61)
资产负债率	21%	26%	32%	39%	40%	现金净变动	194	(10)	(13)	2	7
股息率	0.0%	0.4%	0.9%	1.2%	1.7%	货币资金的期初余额	128	321	312	300	300
P/E	65.2	51.8	29	20	15	货币资金的期末余额	321	312	299	302	307
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	(129)	5	(46)	(75)	73
EV/EBITDA	42.3	44.1	24.3	18.1	14.1	权益自由现金流	194	32	11	34	56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032